



No. 1803

Working Paper

公司治理模式下累积投票制的作用、问题与改进方案——基于国际比较的视角

何青 郭泳秀

【摘要】 美、英、日、德、巴西和中国台湾地区累积投票制的实践经验表明公司治理模式很大程度上可以解释各国是否采用累积投票制、累积投票制的实施细则和作用的差异：英美模式下累积投票制作用有限，实施细则具有差异化、多元化、个性化的特征；德日模式下作用更加有限，实施细则跟随美英，流于形式；而家族模式下的作用则因股权结构而异，为中小股东赋权是良好公司治理的必要不充分条件，且立法模式偏好“强制式”。就我国而言，在控股股东和内部人对公司控制力较强的背景下，目前累积投票制存在以下问题：作用有限、强制实行的阈值过高、缺乏前置程序和事后保障程序、董监分别选举、董事会规模较小、容易成为恶意并购的工具等。针对上述问题，本文提出如下建议：对控股股东行为进行直接约束，降低强制实行累积投票制的阈值，为股东赋予董事、监事候选人的提名权和罢免权，降低中小股东选出代言人所需的股权集中程度，防止累积投票制成为恶意收购的工具。

【关键词】 累积投票制；公司治理；内部人控制

【文章编号】 IMI Working Paper No. 1803



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

公司治理模式下累积投票制的作用、问题与改进方案 ——基于国际比较的视角

何青 郭咏秀¹

摘要：美、英、日、德、巴西和中国台湾地区累积投票制的实践经验表明，公司治理模式很大程度上可以解释各国是否采用累积投票制、累积投票制的实施细则和作用的差异：英美模式下累积投票制作用有限，实施细则具有差异化、多元化、个性化的特征；德日模式下作用更加有限，实施细则跟随美英，流于形式；而家族模式下的作用则因股权结构而异，为中小股东赋权是良好公司治理的必要不充分条件，且立法模式偏好“强制式”。就我国而言，在控股股东和内部人对公司控制力较强的背景下，目前累积投票制存在以下问题：作用有限、强制实行的阈值过高、缺乏前置程序和事后保障程序、董监分别选举、董事会规模较小、容易成为恶意并购的工具等。针对上述问题，本文提出如下建议：对控股股东行为进行直接约束，降低强制实行累积投票制的阈值，为股东赋予董事、监事候选人的提名权和罢免权，降低中小股东选出代言人所需的股权集中程度，防止累积投票制成为恶意收购的工具。

关键词：累积投票制；公司治理；内部人控制

Cumulative Voting with different Corporate Governance Models: An International Comparison

Abstract: This paper investigate the practices of cumulative voting in US, UK, Japan, Germany, Brazil, and Taiwan, China. It shows that corporate governance models can largely explain the differences in whether or not to adopt cumulative voting, as well as rules and roles of cumulative voting across countries: In the Anglo-Saxon Model, cumulative voting has limited effects, but its rules tend to be idiosyncratic, diversified and customized; In the German-Japanese Model, the role of cumulative voting is more limited, and its rules are akin to those in US, indicating that its form outweighs its substance; While in the Family Control Model, the role of cumulative voting varies with ownership structure, leading to the conclusion that empowering minority shareholders is a necessary yet insufficient condition for good corporate governance, and a mandatory cumulative voting mechanism is prevalent. Based on the international experiences, this paper proposes the following suggestions for China: restrict directly on the behavior of controlling shareholders, lower the threshold for mandatory cumulative voting, give minority shareholders the rights of nominating candidates and removing elected directors and/or supervisors, reduce the level of concentration of votes for minority shareholders to successfully elect spokespersons representing their interests, and prevent cumulative voting from being a tool for hostile takeovers.

Keywords: Cumulative Voting; Corporate Governance; Insider Control

一、引言

¹ 何青，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国人民大学财政金融学院教授、货币金融系副主任；郭咏秀，助理研究员，中国人民大学财政金融学院。

进入 21 世纪以来，我国经济保持高速增长，连续赶超西方国家，成为世界第二大经济体。然而。在我国经济持续创造辉煌、亿万富翁如雨后春笋般涌现的同时，我国证券市场却没有为广大投资者带来预期的合理回报。这个现象反映的问题发人深省。众所周知，资本市场的发展是为了便利企业筹融资活动，同时也为广大投资者带来合理的回报。La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer 和 Vishny (LLSV, 2000) 指出，外部投资者购买公司的股票面临着巨大的风险，因为公司的内部人（包括：高管和大股东）会为谋取个人收益而侵占公司和小股东的利益。特别是在很多新兴市场国家，由于法律制度不健全和投资者保护缺失，广大投资者的利益得不到保障，从而扭曲了投资者行为，最终伤害了金融市场的效率和企业的生产经营状况。这一现象在中国尤为突出。近十多年来，众多的中小投资者在资本市场没有得到合理的回报，而大量的金融机构、上市公司、公司高管和大股东，却成为这一现象的最大受益者。很多上市公司并不缺钱，也没有好的投资项目，却在金融机构的帮助下，在资本市场上大额融资。然而融资获得的资金大都闲置于银行存款或购买银行的理财产品。公司高管和大股东，在股票上市后疯狂套现，无视企业的生产经营状况。此外，内幕交易行为屡禁不止、大股东侵占小股东利益的行为也屡有发生。

中小投资者难以得到保护的根本原因，在于中小股权分散，无法有效参与公司的决策和监督企业的经营，而累积投票制则提供了投资者保护的可行途径。我国控股股东“一股独大”的现象格外突出，截至 2016 年末，我国 3055 家 A 股上市公司，直接控股股东持股比例超过 50% 的上市公司有 709 家，占比 23%²。在多数投票制度下，股东按照“一股一权”的原则进行投票，股东大会入选的董事会成员都由大股东决定，中小投资者的利益难以得到保护。而累积投票制下，每一股东拥有的票数是持股数量乘以待选董事数量，股东将其选票对所有候选人投票，得票数最高的前几名候选人当选，从而中小股东可以将自己的票数集中投给某一个或某几个候选人。Rae 等（1971）、Bhagat 和 Brickley（1984）均通过数学推算证明了累积投票制可以确保中小股东选出代表其利益的董事。

现有文献对累积投票制的讨论较为充分，学者对其的作用褒贬不一。支持累积投票制的观点主要从保护中小股东权益（LLSV, 1998; LLSV, 2000; Gompers, 2003）、改善公司经营管理（Bhagat 和 Brickley, 1984; Gordon, 1994）、缓解代理问题（Dodd 和 Warner, 1983; Kraakman 和 Black, 1996）以及增加公司价值（Bhagat 和 Brickley, 1984）四个方面来加以论证；而对累积投票制的批评则主要集中在影响公司决策效率（Williams, 1959; Gordon, 1994）、小股东利用董事会谋求私利（Gordon, 1994）、存在比累积投票制成本更低地保护中小股东利益的途径（Axley, 1950）等问题上，甚至有学者认为，在法律保护充分、股票流动性较高的背景下，累积投票制显得多余（Axley, 1950; Steadman, 1955）。

然而，现有对于累积投票制的实践经验及其对公司治理作用的考察在以下方面存在不

² 数据来源：国泰安数据库。

足：即对不同公司治理模式下累积投票制存在差异没有给予应有的关注。公司治理模式的差异能够有力地解释不同国家和地区在实行累积投票制与否，以及累积投票制的立法模式、作用等方面的差异：从是否实行累积投票制的横截面来看，东欧、东亚和拉美地区较少实行累积投票制。这是因为东欧的德日模式和东亚、拉美的家族模式下，控股股东对公司的控制力强，累积投票制保护中小股东利益的作用有限。从立法模式来看，东亚地区采取“强制式”或者至少是部分“强制式”，即达到条件的所有上市公司均要求采取累积投票制；而英国、美国、加拿大等发达市场经济国家则一般采取“许可式”，即上市公司可自主决定是否实行累积投票制。这是因为东亚家族模式下，控股股东有强烈的“掏空”激励，因而立法模式采取“强制式”以最大限度地保护中小股东利益；而英、美模式下股权分散、流动性高、立法健全，因而累积投票制更多是作为公司的异质性制度选择，而不是强制性制度安排。从作用来看，累积投票制在英美模式和德日模式下作用有限但成因不同，在家族模式下的作用则因控股股东持股比例而异。英美模式下作用有限是因为股票流动性高，且立法对于投资者的保护已经相当完善；德日模式下作用有限是因为大银行对于企业的控制力非常强，即使引入了累积投票制，中小股东也不能有效参与公司治理，因而累积投票制无论是否引入，结果基本无差异；家族模式下，累积投票制在股权分散的企业作用显著，而在控股股东持股比例较高的企业作用甚微。

为厘清公司治理模式对累积投票制实践和作用的影响，本文首先回顾了三种不同公司治理模式下累积投票制的实践经验，然后将国际经验与中国实践进行对比分析，从中总结出中国累积投票制实行过程中存在的问题和难题，并提出针对性建议。

二、不同治理模式下累积投票制度的作用分析

不同国家和地区存在着不同的公司治理模式³。一是英美模式。其主要特征是股权分散，依靠外部监督约束管理者的行为。以英美为代表的市场主导型金融体系，资本市场发达，公司股权分散、流动性高，且立法健全，对股东权益的保护也较为完善。在这种情况下，如果小股东对公司经营决策不满，通常会采取“用脚投票”——卖出所持股份，因而较少直接参与公司经营，而更加关注股票的价格。二是德日模式。其主要特征是股权集中且稳定，依靠内部监督约束管理者的行为。在以德日为代表的银行主导型的金融体系下，公司股权集中在家族、公司法人或大银行手中，主要是主银行和大股东直接参与公司治理，并对公司董事会的日常经营决策有着很强的影响力；而小股东由于持股比例低，参与公司治理的主观意愿和客观能力均不强。三是东亚和拉美的家族模式。其主要特征是股权集中度较高，尤其是“一股独大”的现象突出，同时董事会与管理层多有重叠，难以有效约束控股股东和管理层的行为，

³ 关于公司治理模式的划分，有部分研究指出，目前各国公司治理模式存在趋同的现象，然而本质特点仍然保留下来，而且各种模式具有持久性；此外，不同公司治理模式虽有趋同的趋势，但不会最终趋同成为一种单一模式。

因此控股股东与中小股东利益冲突严重。

（一）美国和英国累积投票制分析

美国累积投票制从 1870 年确立至今，经历了兴起、改革、衰落、重新讨论四个阶段。

兴起阶段为 1870 年至 20 世纪中期，累积投票制被美国各州广泛采用，且以“强制式”为主流。美国伊利诺斯州于 1870 年首次将累积投票制引入当地《宪法》和《公司法》，其后半个多世纪，越来越多的州将累积投票制写进《公司法》。到 1955 年，美国有约 20 个州的《公司法》规定了累积投票制（梅慎实，1996）。在立法理念上，主流是“强制式”。到 1900 年，有 16 个州将“强制式”累积投票制写入到其宪法修正案或其他法规当中，有 3 个州采用“许可式”累积投票制（Sturdy，1961）。20 世纪 40 年代，将累积投票制作为当地强制法规的增加到了 22 个州（梅慎实，1996）。

改革阶段为 20 世纪中期至 20 世纪 80 年代，累积投票制从“强制式”向“许可式”的转变。1950 年，美国《标准公司法》第一次以统一立法的形式明确规定了“强制式”的累积投票制⁴。但在实践使用中暴露出的诸如导致董事会不和谐、降低公司运行效率、小股东滥用累积投票制等种种弊端受到各方诟病，越来越多的声音要求废除“强制式”的累积投票制。这使得“许可式”的累积投票制逐渐成为主流。“许可式”又可分为“选出式”（Opt-out）和“选入式”（Opt-in）。“选出式”是指除公司章程另有规定的场合外，在选任两名以上董事的股东大会上，股东应提议公司进行累积投票；“选入式”则意味着，除非公司章程中规定股东大会上选举董事必须采用累积投票制，否则不予采用。1955 年，《标准公司法》不再强制规定累积投票制，而是给予各州自主选择“强制式”或“许可式”的权力。1959 年，《标准公司法》进一步删除了“强制式”累积投票制，代之以“许可选出式”和“许可选入式”两种立法选择。

衰落阶段为 20 世纪 80 年代至 20 世纪末，在恶意收购浪潮下，累积投票制逐渐被废除。20 世纪 80 年代，美国兴起了恶意收购的浪潮，累积投票制由于给意图恶意收购的中小股东提供了便利而饱受诟病，因此无论是州立法、《标准公司法》还是上市公司章程，都逐步摒弃了累积投票制。1984 年，有 18 个州强制规定采用累积投票制，而到 1992 年，只有 6 个州还保留这一规定（Zhao 和 Brehm，2011）。1984 年《标准公司法》明确只采用“许可选入式”，到了 2002 年，该法甚至不再对累积投票制做任何规定⁵。在这一大环境下，采用累积投票制的上市公司数量显著减少。

重新讨论阶段为 20 世纪末至今。随着机构投资者数量增加并且更多地参与到公司治理当中，累积投票制被认为是有利于保护投资者利益、改善公司治理的有力措施。随着机构投资者数量的不断增加，机构投资者正逐渐成为公司治理的重要参与者。“采用累积投票制”“废

⁴1950 年《标准公司法》第 31 条。

⁵2002 年《标准公司法》第 7.28 条（b）。

除分类董事会”“高管薪酬问题”，成为机构投资者针对公司治理问题提案的三个主要内容（Campbell 等，1999；Gillan 和 Starks，2007）。

英国累积投票制起初主要用于政治选举，其在公司治理中的运用起源于 19 世纪末 20 世纪初。与美国“强制式”的累积投票制不同的是，英国公司法并没有明文规定强制所有公司采取累积投票制，而是采取“许可选入式”，即股东可以要求上市公司在其章程中加入累积投票制。当前，英国上市公司采取累积投票制选举董事会的比例较低，但也有个别公司在其公司章程中加入了累积投票制的条款。比如，2013 年 12 月，在伦敦证券交易所上市交易的 ROMGAZ 公司在其公司章程中引入累积投票制⁶。值得注意的是，英国公司法对于董事罢免作出了明确的规定，累计持有不少于 10%投票权的股东可以召开股东大会，并提出罢免某一或全部董事的提案，若该提案获得超过 50%的赞成票，则提案所指董事必须辞职⁷。赋予股东罢免董事的权利，是对其选举权的有效保障。

（二）日本和德国累积投票制分析

累积投票制引进日本始于 1950 年。在修改日本《商法典》时，其效仿美国规定了“强制式”累积投票制。该法第 156 条之三规定，即使公司章程中规定董事选举不采用累积投票制度，但若有持股数占公司已发行股总数 1/4 以上的股东提出请求，公司必须采用累积投票制度。1974 年，受美国立法模式逐步转变为“许可式”的影响，日本通过第 21 号法对《商法典》进行修改，将累积投票制从“强制式”转变为“许可选出式”。修改后的《商法典》第 256 条之三规定：“在以选任二人以上董事为目的而召集股东大会时，除章程另有规定的场合外，股东得请求公司依累积投票制进行选举”。修正案推出后，基本上所有的日本上市公司均通过了废除累积投票制的条款，小股东几乎不可能在董事会选出自己的代表（Tatsuta，1981）。2005 年日本颁布《公司法》，其中第八十八条和第三百四十一条规定，在公司设立时和公司运行过程中，董事的选任采用“许可选出式”的累积投票制度。

日本累积投票制的实践具有如下特点：一是基本是追随美国的步伐进行相应的立法。从累积投票制引进的初衷来看，主要也是为了借鉴美国的经验，与国际通行做法保持一致，而不是基于日本公司治理中的突出问题进行针对性的制度建设。二是在立法模式上，日本经历了“强制式”到“许可选出式”的变迁。而变迁的主要原因也是出于追随美国的目的，而不是根据日本国情的变化进行的相应调整。三是从目前上市公司的实践来看，在“许可选出式”规定下，实际采取累积投票制的上市公司寥寥无几。

德国不采用累积投票制。根据最新的德国公司法（Aktiengesellschaft）关于股东权利的规定，股东投票权采取“一股一票”的方式。Schnorbus⁽²⁰⁰¹⁾指出，由于股东不具有董/监事会

⁶ROMGAZ 公司 2013 年 12 月普通股东大会 21 号决议之 III。

⁷英国 2006 年《公司法》第 168、281、282、303 条。

候选人的提名权，而且在选举董/监事成员投票时，只能投赞成或者反对票，因此单纯引入累积投票制的意义并不大。

（三）我国台湾地区和巴西累积投票制分析

在东亚和拉美家族企业为主的公司治理模式中，大多数国家和地区并没有采用累积投票制，而我国的台湾地区（下称“台湾地区”）和巴西，则是将累积投票制纳入立法的少数典型。

台湾地区累积投票制的历史经历了“强制式—许可选出式—强制式”的发展历程。1966年，台湾地区将“强制式”累积投票制写入“公司法”⁸。2001年，为给予公司更多的自主权，并且与大陆法系的“多数决定原则”相一致，台湾地区“公司法”将“强制式”累积投票制修改为“许可选出式”，即董事会选举投票默认采取累积投票制，但上市公司可以修改为直接投票制。随后，共有20家台湾地区的上市公司将累积投票制转换为直接投票制(Lin和Chang, 2017)。2011年，“公司法”再一次恢复到“强制式”累积投票制。2011改革的原因，主要是由于台湾地区企业以家族控股、股权集中为主要特征，自2001年修正案后有共计20家上市公司废除了累积投票制，引起市场对于保护小股东利益的担忧。为了体现股东权利平等和加强对控股股东制约的意图，立法机关决定恢复“强制式”累积投票制。对于2011年台湾地区的“公司法”改革，大部分上市公司都没有预期到，这等于为验证“强制式”累积投票制的效果提供了一个接近于“自然实验”的情景。鉴此，Lin和Chang（2017）利用640家台湾地区上市公司2009到2015年的面板数据，进行了实证研究。研究结果显示，“强制式”累积投票制的作用是短期的，而且累积投票制虽然提高了控股股东主导投票结果的成本，但是实际上并不能有效削弱控股股东对公司的控制：控股股东会通过其他途径来强化控制，例如代理投票权争夺、缩小董事会规模，等等。

巴西目前采取“许可选入式”的累积投票制。在现行巴西法律下，持股比例超过10%的普通股股东可以要求公司实行累积投票制。但是在实践中，真正采用累积投票制的公司数量较少。Black等（2010）于2005年的一项调查表明，只有12%的受访公司在受访的近五年内使用过累积投票制，且其中大部分公司都是偶发性年份使用，只有一家受访公司在过去五年每年连续使用。Dutra和Saito（2002）对2000年巴西上市公司采用累积投票制的绩效进行了实证研究，其结果也显示累积投票制作用不大。

（四）三种公司治理模式下累积投票制对比分析

通过对各国累积投票制的实践经验进行梳理，可以看出，三种不同公司治理模式下的累积投票制，无论是在是否采用、实施细则还是作用上，均存在较大差异。

在英美模式下，累积投票制具有以下两个特点：其一，作用有限。一是由于英美等资本

⁸1966年台湾地区“公司法”第198条。

市场发达的国家,极其注重投资者保护,导致累积投票制对投资者保护方面的促进作用不大。二是由于中小股东专业知识欠缺、对公司缺乏了解等原因,累积投票制在赋予中小股东更多权力的同时,可能会产生决策效率低下、分裂管理层、决策偏颇等带来的成本,因此存在比累积投票制成本更低的保护投资者的方式。三是由于股权分散,流动性较高,股东在不满公司决策时一般会“用脚投票”——出售所持股票,而不是使用累积投票制选取利益代言人进入董事会参与公司治理。其二,实施细则呈差异化、多元化、个性化。累积投票制作为一个公司可自主选择的制度安排,不同公司的不同选择,成为了体现公司异质性的一个指标,使得投资者可以结合自身投资需求选择不同特征的公司。当前,美国《标准公司法》、英国《公司法》对于累积投票制没有任何要求,即公司可以自主选择是否实行累积投票制,也可以自主制定累积投票制实施的细则。这就使得不同公司关于累积投票制的制度安排存在明显的差异化、多元化和个性化。而公司对于累积投票制的自主选择权,与市场主导型的金融体系密切相关:由于资本市场发达,直接融资是主导性的投资和融资方式,公司的异质性既满足了公司差异化的融资需求,又满足了投资者差异化的投资需求。

德日模式下的累积投票制具有以下特点:其一,相较美英模式,其累积投票制的作用更加有限。这主要是由于德日模式下公司大股东集中且稳定,小股东对公司治理的参与程度和参与能力有限。其二,实施细则基本是照搬英美模式,流于形式。这主要是因为德日模式下累积投票制的作用有限。从日本累积投票制的实施过程就可以看出,日本引入累积投票制主要是为了与国际通行做法保持一致,其实施细则的规定基本是照搬美国的做法;而德国则是不采用累积投票制。鉴于德日模式下因公司治理模式不同导致累积投票制实际上作用有限,其立法机关和金融市场监管机构自然没有动力去设立、完善一个没有实际作用的制度安排。

家族模式下的累积投票制具有以下特点:其一,在不同股权结构下作用存在差异性,但为中小股东赋权仍是良好公司治理的必要不充分条件。其差异性取决于股权的集中度:对股权较为分散的公司累积投票制作用较大,而对于股权集中度较高的公司则作用甚微。这是因为后者的控股股东对于公司的控制力非常强,即使累积投票制能在一定程度上削弱其在投票上的主导权,其仍可以通过其他途径加强控制,比如代理权之争、缩小董事会规模等。就国内而言,控股股东持股比例高于 30%的上市公司占比高达 64%,控股股东持股比例高于 50%的上市公司占比也达 23%,累积投票制的影响同样有限。然而,即便累积投票制并不一定能有效制约控股股东的行为,也难以解决控股股东与中小股东的矛盾,但是在家族模式下,为中小股东赋权,给予其足够的权力表达其利益诉求,却是良好的公司治理必不可少的。因此,为中小股东赋权是良好公司治理的必要不充分条件。此外,鉴于在股权集中度较高的情形下,单纯为中小股东赋权对于公司治理作用有限,所以还要辅以配合直接规范控股股东行为、直接打击掏空行为的措施,方能真正解决第二类代理问题。其二,累积投票制的立法模式偏好“强制式”,或者至少是部分“强制式”。我国台湾地区对所有上市公司要求“强制式”,

大陆地区则对控股股东持股比例高于 50%⁹的公司要求“强制式”。之所以偏好“强制式”的立法模式，主要是考虑到家族模式下股权集中、控股股东与中小股东矛盾突出这一特点。

三、对中国累积投票制与其他国家和地区的比较分析

（一）中国累积投票制的发展与作用

中国累积投票制的监管立法情况可以划分为两个阶段。第一阶段为 2002—2005 年，为累积投票制的确立阶段。这一阶段的标志是累积投票制被写入 2002 年《上市公司治理准则》和 2005 年《公司法》。在 2002 年中国证监会和国家经贸委出台的《上市公司治理准则》中，首次将累积投票制写入法律文件中。其第三十一条规定：“股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制度。控股股东控股比例在 30%以上的上市公司，应当采用累积投票制。采用累积投票制度的上市公司应在公司章程里规定该制度的实施细则。”2005 年，累积投票制则被正式写入《公司法》。该法第一百零六条规定：“股东大会选举董事、监事，可以依照公司章程的规定或股东大会决议，实行累积投票制。”

第二阶段为 2005 年至今，为累积投票制的细化阶段。这一阶段的特点是交易所和证监会陆续出台了细化和规范累积投票制的文件。一是阐述了累积投票制的适用范围，包括董事、监事和独立董事，但独立董事应当与董事会其他成员分别选举（2005 年，上交所¹⁰）。然而，对于董事和监事采取累积投票制进行选举，是单独进行还是合并进行，没有明确规定。部分学者指出，将董事、监事和独立董事合并选举，可以降低中小股东代言人获选所需的投票集中度，更有利于累积投票制发挥作用（王继军，1998；张保华和张宏杰，2012）。二是明确了累积投票制的适用情形，即选举两名及以上董事或监事时实行累积投票制度（2006 年，深交所¹¹）。三是规定了累积投票制应采取差额选举（2005 年，上交所；2006 年，深交所）。四是将董事、监事候选人的提名权从持股 3%放松到 1%（2005 年，上交所；2006 年，深交所）。但是，股东的董事、监事候选人提名权并没有单独确立，而是隐含在股东提案权当中，而且对于董事、监事的罢免程序也完全没有相关规定。五是细化了董事、监事候选人的确认程序，即公司在确定董事、监事候选人之前，董事会、监事会应当以书面形式征求公司前十大流通股股东的意见（2005 年，上交所）。六是将是否采用累积投票制纳入公司治理创新情况及综合评价的考核指标（2007 年，证监会¹²）。七是将强制实行累积投票制度的门槛由过

⁹2002 年《上市公司治理准则》规定为 30%，2012 年，证监会《证券公司治理准则》将这一比例提高为 50%。

¹⁰2005 年 3 月，上海证券交易所《关于发布〈公司章程〉累积投票制实施细则建议稿的通知》。

¹¹2006 年 1 月，深圳证券交易所《中小企业版投资者权益保护指引》。

¹²2007 年 3 月，证监会《关于开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》（证监公司字[2007]28 号）。

去的控股股东持股比例为 30%提升到 50%（2012 年，证监会¹³），意味着证监会逐步将是否采用累积投票制的决定权下放到公司自身。但是，结合接下来对于累积投票制作用的考察我们会发现，对于股权集中度较低的公司，累积投票制的作用较大，而对于这部分公司并不强制其采用累积投票制；而对于证监会强制实行累积投票制的公司，即控股股东持股比例超过 50%的公司，累积投票制的作用甚微。八是将累积投票制的实施范围从上市公司拓展到非上市公司（2013 年，证监会¹⁴）。

从上市公司执行情况来看，在相关条例出台后，大部分上市公司响应号召将累积投票制写入了公司章程，但只有很少的公司明确了累积投票制的适用范围及细则，致使累积投票制的规定流于形式，实际作用有限。根据上海证券交易所 2004 年的统计，在公司章程中规定实施累积投票制的公司占比 56%；而根据钱玉林 2013 年的统计，截至 2012 年，将累积投票制写入公司章程的上市公司比例达到 89.3%。也就是说，8 年间这一比例上升了 33 个百分点。但是，虽然将累积投票制写入了公司章程的上市公司数量众多，但只有少数公司明确了累积投票制的适用范围及细则。钱玉林（2013）的统计也显示，截至 2012 年，在 840 家将累积投票制写入公司章程的上市公司中，仅有 93 家上市公司规定了具体实施细则，占比仅为 11%；即使在规定了实施细则的上市公司中，仍有 7 家依然采用简单投票制选举董/监事。钱玉林（2013）进一步指出，在 2012 年使用了累积投票制进行董事会换届选举的 24 家上市公司中，所有公司的选举均采用等额投票。尽管累积投票制已引入多年，但直到 2012 年 5 月 25 日才第一次成功运用：珠海格力电器股份有限公司的 2011 年年度股东大会上，耶鲁大学基金会及鹏华基金等机构投资者通过累积投票制集中选票，使其推荐的董事代表成功入选了格力电器第九届董事会。

关于我国引入累积投票制的作用，学者的研究得出了不同的结论：一部分学者认为，累积投票制在减少控股股东掏空行为、改善公司绩效等方面具有积极的影响（吴磊磊等，2011；陈玉罡，2015）；但更多的研究则得出了基本相反的结论：累积投票制对减少掏空行为、公司表现、投资者保护、公司股价等均无显著影响（Chen 等 2015）。后者认为，董事会规模较小，第二大股东持股比例较低，第一大股东“一家独大”，以及累积投票制的公共监督和内部执行不力等，是累积投票制在中国失效的主要原因。另外，还要部分学者结论是：累积投票制对股权结构较为分散的上市公司有显著的积极作用，而对于股权高度集中的公司作用甚微（倪意，2009；陈玉罡等，2016）；累积投票制的治理效应因控股股东性质而异，对非国有上市公司的治理效应好于国有上市公司；累积投票制对掏空的治理效应弱于直接治理掏空的改革措施。

¹³2012 年 12 月，证监会《证券公司治理准则》（证监会公告[2012]41 号）。

¹⁴2013 年 1 月，证监会《非上市公众公司监管指引第 3 号——章程必备条款第十五条》（证监会公告[2013]3 号）。

（二）中国累积投票制的主要特点

将中国累积投票制实行的情况与美国、英国、日本、德国、巴西和台湾地区的累积投票制的实践经验进行比较，可以发现中国累积投票制存在如下特点。

第一，中国的公司治理模式比较接近于家族模式。首先，从公司股权结构来看，中国上市公司普遍存在股权集中度高、“一股独大”、控股股东与中小股东利益冲突严重、管理层与董事会重叠的现象。另外，与一般公司治理的家族模式相比，数量众多的国有控股公司，除了面临大小股东之间的代理问题，还面临内部人控制和管理层自利的第一类代理问题。

第二，从中国累积投票制的立法模式看，对于控股股东持股比例超过 50% 的公司采取的是“强制式”，对于控股股东持股比例低于 50% 的公司采取的是“许可选入式”。而结合吴磊磊等（2011）、倪意（2009）和陈玉罡等（2016）的研究结论看，累积投票制在股权集中度较低的公司作用显著，而对于控股股东持股比例超过 50% 的公司几乎完全没有作用。换言之，法条所规定的强制实行累积投票制的门槛标准，完全反其道而行，存在着立法模式和实际作用的背离。

第三，从中国累积投票制的适用范围来看，可适用于董事和监事的选举；而在美国、日本和巴西，累积投票制主要适用于董事选举。其中值得关注的是，Schnorbus^{（2001）} 指出的德国公司中小股东不具有董/监事会候选人的提名权，因此单纯引入累积投票制的意义并不大的问题，在中国同样存在。目前，中国的相关法规对公司股东的董/监事候选人提名权并没有单独确立，而是隐含在股东提案权当中的。根据现行《公司法》第 102 条的规定，“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会……临时提案的内容应当属于股东大会职权范围……”。也就是说，首先，股东必须首先满足持股比例 3% 的下限，才有资格向股东大会提交关于推荐董/监事会候选人的提案；其次，在提案提交之后，需要由股东大会进行投票，而按照《公司法》第 103 条规定，“股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权”，即股东大会投票采取的是直接投票制而不是累积投票制，因而控股股东仍然可以否决中小股东推荐董/监事候选人的提案。另从程序上来看，董/监事会候选人提名权在前，股东投票权在后，因此如果中小股东不具有董/监事候选人的提名权，单纯赋予其累积投票制的投票权的作用也是有限的。

第四，目前《公司法》仅对累积投票制度进行董事和监事的选举程序做出了规定，并没有对董事和监事的罢免程序进行规定，意味着累积投票制缺乏事后保障程序。在此种情形之下，对于董/监事的罢免和撤销只能按照传统程序提请股东大会进行投票决定。而根据《公司法》第 103 条，股东大会投票实行“一股一票”的直接投票制。因而，即使中小股东选出了代表自己利益的董事、监事进入董事会、监事会，理论上控股股东仍然可以利用手上占多数的股权罢免该董事、监事。这种缺乏事后保障机制的累积投票制，难以真正保障中小股东的利益。

第五，目前对于累积投票制下董事和监事的选举是合并进行还是分别进行也没有明确规定；而对于董事和独立董事的选举，根据上交所 2005 年 3 月的建议稿，应分别进行。在中小股东持股比例较低的情况下，董事、监事分别选举，要求中小股东手中选票的集中程度较高，会制约累积投票制的作用。

第六，董事会规模较小是累积投票制在中国失效的一大重要原因。Rae 等（1971）提出的排除阈值（Threshold of Exclusion）理论表明，董事会规模越大，保证至少一席当选所需要的阈值就越低，中小股东保证代表其利益的候选人当选所需的持股比例也就越低。我国《公司法》规定的董事会规模为 5 到 19 人，范围比较宽泛。然而，中国上市公司的董事会规模比较小，平均规模为 6.3 个席位。根据数学计算，这需要 14.7% 的股权比例才能保证在董事会获得一个席位，而他们统计的中国第二大股东的持股比例平均值仅为 8.45%，大大低于 14.7% 的阈值。

第七，从美国累积投票制演变的历史经验来看，美国 20 世纪 80 年代曾经兴起恶意收购的浪潮，在这一阶段累积投票制由于给予了恶意收购者可乘之机而饱受诟病。而 20 世纪 90 年代以来，由于机构投资者广泛参与到公司治理当中，累积投票制成为保护机构投资者和中小股东利益的有力措施。当前，中国并购浪潮和机构投资者数量增多这两个趋势，正在同时显现。因此累积投票制的实施可能是一把“双刃剑”：一方面，为机构投资者参与公司治理提供了更广阔的平台；但另一方面，恶意收购的意图也可能被隐藏。根据 Wind 提供的 2016 年年报的数据，A 股上市公司中，机构持有个股的份额占个股流通股比例的平均值为 38%，每只 A 股股票持有的机构数量平均值为 68 家（见表 1）。机构持股比例超过个股流通股比例 20%、30% 和 50% 的个股比例，分别为 71%、60% 和 34%（见表 2）。由此可见，机构投资者已成为上市公司重要的投资者。

表 1：2016 年末机构持股统计

机构持股占流通股比例		持股机构数	
平均值	最大值	平均值	最大值
38%	99%	68	1418

表 2：2016 年末单个个股中机构持股占流通股的比例

阈值	>20	>30	>50
数量	2188	1821	962
占比	71%	60%	34%

（三）中国累积投票制存在的问题

第一，中国公司治理模式下两类代理问题均比较突出，如何制约大股东和内部人通过其

他途径加强控制是一大难题。在控股股东和内部人对公司控制力较强的背景下，切实有效地制约大股东和内部人的权力存在较高的难度，即使在累积投票制赋予中小股东更多权利的背景下，大股东和内部人仍然可以通过其他途径加强控制。

第二，强制实行累积投票制的控股股东持股比例阈值设置过高。在中国股权集中、“一股独大”的情形下，累积投票制的作用随控股股东持股比例提高而减弱，而当前立法规定强制实行累积投票制的控股股东持股比例的阈值为 50%，累积投票制存在着立法模式与实际作用的背离。

第三，累积投票制缺乏前置程序和事后保障机制。当前，股东不具有独立的董事和监事候选人提名权，而提名权为选举权的必要前提，即累积投票制缺乏前置程序。同时，《公司法》缺乏对董事和监事罢免的相关规定，控股股东仍然可以通过手中持有的多数股权罢免中小股东选出的董事或监事，即累积投票制缺乏事后保障程序。

第四，董事、监事、独立董事分别选举，再加上中国上市公司较小的董事会规模，制约累积投票制的有效实施。在控股股东持股比例较高、上市公司董事会规模较小的情形下，董事、监事、独立董事分别选举，要求中小股东的投票具有较高的集中度，因而累积投票制能够成功运用为中小股东选出利益代言人的可能性非常低。

第五，在中国并购浪潮和机构投资者数量增多两个趋势同时显现的背景下，累积投票制的实施可能是一把“双刃剑”。累积投票制在给予中小股东更多权力的同时，有可能被意图恶意收购的股东利用，为公司的正常经营带来不利影响。

四、结论和建议

本文梳理了英美模式、德日模式和家族模式三种不同公司治理模式下累积投票制的实践经验，发现公司治理模式的差异的可以在很大程度上解释各国是否采用累积投票制，以及累积投票制的实施细则和作用的差异：英美模式下，累积投票制作用有限，但实施细则呈差异化、多元化和个性化；德日模式下，累积投票制作用更加有限，实施细则也跟在美英后亦步亦趋，流于形式；家族模式下，累积投票制的作用因股权结构而异，但为中小股东赋权则是良好公司治理的必要不充分条件，而在立法模式上偏好“强制式”。将中国情况与上述国际实践经验进行比较可以发现，在中国控股股东和内部人对公司控制力较强的背景下，目前累积投票制的实施存在以下问题和难题：作用有限、强制实行的阈值设置过高、缺乏累积投票制的前置程序和事后保障程序、董/监分别选举、董事会规模较小、容易成为恶意并购的工具等。

基于以上比较分析，结合中国公司治理模式的典型特征和主要问题，本文提出如下建议。

第一，在中国股权集中、“一股独大”、控股股东对公司控制力较强的背景下，应该同时

采取参与策略（Participative Strategy）与控制策略（Controlling Strategy），即除了赋予中小股东更多的权利以保证其利益诉求得到表达外，还需出台相关制度对控股股东的行为进行直接约束。其中：参与策略是指通过赋予中小股东更多的权力制约大股东的行为，而控制策略则是指直接对大股东的行为施加约束，来制约大股东的行为。在股权较为集中的公司治理模式下，单纯给中小股东赋权并不能切实有效地降低控股股东的控制，无法对控股股东形成有力的约束。

第二，降低强制实行累积投票制的阈值，甚至可要求所有公司采取累积投票制。一方面，对于控股股东持股比例较低、股权较为分散的公司，累积投票制的作用较为显著，强制要求这部分公司实行累积投票制，可以有效保护这些公司的中小股东的利益；另一方面，虽然强制要求控股股东持股比例较高的公司实行累积投票制作用甚微，但是累积投票制作为保护中小股东权益的必要不充分条件，是实现良好公司治理不可或缺的制度安排。

第三，除了累积投票制之外，还应完善关于董事、监事候选人提名权和董事、监事罢免权的相关规定，使得股东对董事和监事的提名权、投票权、罢免权形成完整、闭合的链条，切实保障中小股东的利益。董/监事候选人的提名权是选举权的前提，而罢免权是选举权的保障。如果中小股东无法提名能够代表自己利益的董事、监事，则即使赋予其累积投票制的投票权，仍然无法选出真正代表其利益的董事、监事；而如果董事、监事罢免权仍然掌握在控股股东手中，那么即使中小股东选出了能够代表其利益的董事、监事，控股股东仍然可以将其罢免，累积投票制仍然是“竹篮打水一场空”。

第四，通过制度设计，降低中小股东至少能够保证在董事会中获得一个席位所需的持股比例，比如，合并董事、监事和独立董事的选举；将董事会规模的下限适当提高等。董事、监事和独立董事合并选举，可以降低中小股东代言人当选所需集中的票数，提高中小股东通过累积投票制选取代言人的成功率。同时，董事会规模较小是累积投票制在中国失效的一个重要原因，为了使累积投票制的作用能够更好地发挥，可以适当扩大董事会的规模，提高董事会规模的下限。

第五，在制定和完善累积投票制的同时，应配套相应的预防措施，防止累积投票制成为恶意收购的工具。累积投票制在赋予中小股东更多权利的同时，不可避免地会给予中小股东利用手中的权利进行恶意收购等损害公司行为的可乘之机。如何既发挥累积投票制的积极作用，同时又能避免恶意收购等消极影响，需要在现有的“分类董事会”等措施之外，探索新的制度安排。

参考文献

1. 陈玉罡, 累积投票制、利益侵占与公司绩效, 财贸研究, 2015 年第 26 期, 134-142。
2. 陈玉罡、许金花和李善民, 对累积投票制的强制性规定有效吗, 管理科学学报, 2016 年第 19 期, 34-47。
3. 韩晴, 独立董事治理与声誉回报——基于累积投票选举的分析, 暨南学报(哲学社会科学版), 2016 年第 38 期, 95-104、131-132。
4. 梅慎实, 现代公司机关权力构造论, 中国政法大学出版社, 1996 年。
5. 倪意, 投资者利益保护与累积投票制, 财会月刊, 2009 年第 11 期, 93-94。
6. 钱玉林, 累积投票制的引入与实践——以上市公司为例的经验性观察, 法学研究, 2013 年第 35 期, 119-130。
7. 王继军, 股份有限公司累积投票制度研究, 中国法学, 1998 年第 5 期, 82-87。
8. 吴磊磊、陈伟忠和刘敏慧, 公司章程和小股东保护——来自累积投票条款的实证检验, 金融研究, 2011 年第 2 期, 160-171。
9. 张保华和张宏杰, 从累积投票制数学原理评我国上市公司相关实践, 管理世界, 2012 年第 3 期, 178-179。
10. Axley, R., The Case against Cumulative Voting, Wisconsin Law Review, 1950, Vol.2, 278-287.
11. Bhagat, S., and J. Brickley, Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, The Journal of Law and Economics, 1984, Vol.27, 339-365.
12. Black, B., A. Carvalho, and E. Gorga, Corporate Governance in Brazil, Emerging Markets Review, 2010, Vol.11, 21-38.
13. Campbell, W., The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors, The Business Lawyer, 1955, Vol.10, 3-16.
14. Campbell, C., S. Gillan, and C. Niden, Current Perspectives on Shareholder Proposals: Lessons from the 1997 Proxy Season, Financial Management, 1999, Vol. 28, 89-98.
15. Chen, Y., W. Li, and K. J. Lin, Cumulative Voting: Investor Protection or Antitakeover? Evidence from Family Firms in China, Corporate Governance: An International Review, 2015, Vol.23, 234-248.
16. Dodd, P., and J. Warner, On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests, Journal of Financial Economics, 1983, Vol.11, 401-438.
17. Dutra, M., and R. Saito, Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas, Revista de Administração Contemporânea, 2002, Vol. 6, 9-27.
18. Gillan, S., and L. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, Journal of Applied Corporate Finance, 2007, Vol. 19, 55-62.
19. Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, 2003, Vol.118, 107-156.
20. Gordon, J., Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting, Columbia Law Review, 1994, Vol.94, 124-192.
21. Kraakman, R., and B. S. Black, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, Harvard Law Review, 1998, Vol.109, 1911-1983.
22. La Porta, R., F. Lopezdesilanes, A. Shleifer, and R. Vishny, Law and Finance, Journal of political economy, 1998, Vol.106, 1113-1155.
23. La Porta, R., F. Lopezdesilanes, A. Shleifer, and R. Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics, 2000, Vol.58, 3-27.
24. Lin, Y. and Y. Chang, Does Mandating Cumulative Voting Weaken Controlling Shareholders? A Difference-in-differences Approach, International Review of Law and Economics, 2017, Vol.52, 111-123.
25. Parrino, R., R. Sias, and L. Starks, Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes around forced CEO Turnover, Journal of Financial Economics, 2003, Vol.68, 3-46.
26. Rae, D., V. Hanby, and J. Loosemore, Thresholds of Representation and Thresholds of Exclusion: An Analytic Note on Electoral Systems, Comparative Political Studies, 1971, Vol.3, 479-488.
27. Rapp, M., and C. Strenger, Corporate Governance in Germany: Recent Developments and Challenges, Journal of Applied Corporate Finance, 2015, Vol.27, 16-26.
28. Schnorbus, Y., Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations, University of Pennsylvania Journal of International Law, 2001, Vol.22, 541.
29. Sturdy, H., Mandatory Cumulative Voting: An Anachronism, The Business Lawyer, 1961, Vol.16, 550-576.
30. Steadman, C., and G. Gibson, Should Cumulative Voting for Directors be Mandatory? : A Debate, The Business Lawyer, 1955, Vol.11, 9-30.
31. Tatsuta, M., Restrictions on Foreign Investment: Developments in Japanese Law, University of Pennsylvania Journal of International Law, 1981, Vol.3, 357.
32. Zhao, A., and A. Brehm, Cumulative Voting and the Conflicts between Board and Minority Shareholders, Managerial Finance, 2011, Vol.37, No.5, 465-473.



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn